

Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文
ストラテジスト



ECBの利下げ時期を占ううえで賃金動向が重要

ユーロ圏の景気はかろうじて景気後退を回避している状況です。インフレは減速傾向ながら、賃金がインフレ率の低下を抑制しており、ECBは賃金動向を重視する姿勢です。24年最初のECB政策理事会は事前は無風との観測もありました。確かに金融政策は据え置きとなりましたが、ラガルド総裁の記者会見などでは賃金を見るうえで注目すべきポイントがいくつか示唆されたと見ています。

■ 無風との予想もあった1月のECB政策理事会だが、幾分方向性も示された

欧州中央銀行(ECB)は24年1月25日に政策理事会の結果を発表し、市場予想通り主要政策金利を4.5%、銀行が中銀に預ける際の中銀預金金利を4.0%で維持するとしました。

今回のECB政策理事会の発表内容では、声明文の一部修正内容がハト派(金融緩和を选好)寄りと見られたこと、理事会後の記者会見でECBのラガルド総裁が市場の(前のめり?)利下げ開始時期の予想を強く否定しないなど、タカ派(金融引き締めを选好)姿勢を後退させた模様です。25日の市場では、利下げ期待を反映しユーロ安が進行しました(図表1参照)。また、政策金利の動向を反映しやすい2年国債利回りが低下しました。

■ ECBは利下げ開始の議論は時期尚早で一致するが、変化の兆しもある

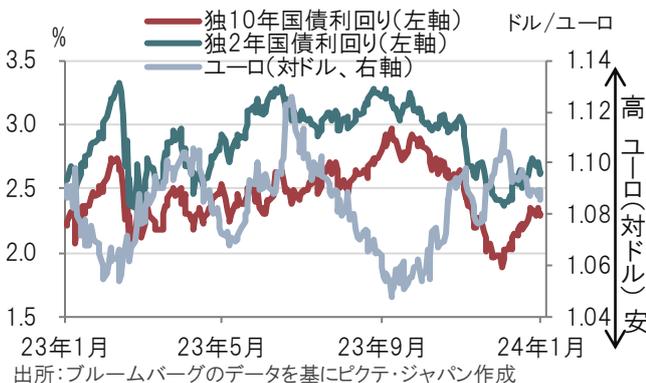
ECBはこれまで市場の早期利下げ開始予想を抑えるメッセージを発していました。筆者は極端だとは思いますが、ホルツマン・オーストリア中銀総裁は16日に「ECBの利下げは年内を想定するべきではない」とまで述べました。しかし、今回のECB理事会の発表内容はハト派的と見られます。そのため、市場が先物市場などに織り込む4月の利下げ開始確率は上昇しました。

市場が今回のECBのトーンをハト派的と捉えた要因に以下の点が考えられます。

まず声明文ではユーロ圏の物価上昇圧力を指摘する一行が削除されたことがハト派的ではと注目されました。記者会見でも削除について質問がありました。これに対しラガルド総裁は、声明文の変化に過度に反応しないようにすべきと述べています。筆者は、先月と状況が同じならば、そのまま残すべきではないかと思っています。

次に、今回のECBでハト派の面がより浮き彫りとなった点としてラガルド総裁の会見が挙げられます。ECBの政策理事会は利下げの議論をすることは時期尚早との判断で一致しているものの、ラガルド総裁は市場が4月頃の利下げ開始を見込んでいることを強くけん制しなかったと受け止められ

図表1: 独国債(10年、2年)利回りとユーロ(対ドル)の推移
日次、期間: 2023年1月26日~2024年1月26日



出所: ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

たからです。

また、ラガルド総裁のコメントはユーロ圏の賃金が上昇懸念だけでなく(図表2参照)、落ち着いた可能性を示唆した印象もありました。

図表2: ユーロ圏の妥結賃金の推移

四半期、期間: 2013年7-9月期~2023年7-9月期、前年同期比



出所: ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

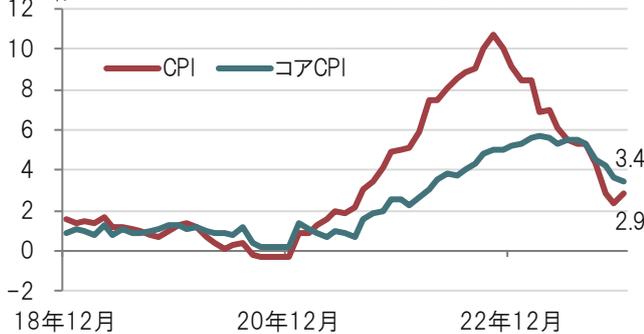
■ ラガルド総裁の記者会見では賃金動向の重要性が示唆された

ラガルド総裁のコメントを述べる前に、ユーロ圏の経済動向を簡単に振り返ると、GDP(域内総生産)成長率は22年末から前期比で0%前後を推移しており、形式的な景気後退をかるうじて回避している状況です。ユーロ圏のインフレは減速傾向ですが、変動の大きい項目を除いたコアのインフレ率は12月が前年同月比3.4%上昇と高水準です(図表3参照)。ユーロ圏の労働市場が堅調なことから、サービス部門の価格動向を左右する賃金が、高止まりしているためです。

図表3: ユーロ圏の消費者物価指数(CPI)の推移

月次、期間: 2018年12月~2023年12月、前年同月比

※ユーロ圏のCPIはHICP(EU基準)



出所: ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

ユーロ圏の代表的な賃金データである妥結賃金は23年7-9月期、前年同期比で約5%上昇と高水準です。ただしデータの古さがネックです。そこで、ECBは大手人材会社のデータを活用して速報性の高い賃金動向を調査しています。そのデータによれば賃金は23年半ばから緩やかな減速を示唆しています。ただし、ユーロ圏は全体の動向を示す賃金データに乏しく、今後の賃金動向は交渉結果を待つ必要があります。

記者会見でも賃金に関する質問が多く出されました。ラガルド総裁はECBが賃金だけを見ているわけではないと述べる一方で、12月のインフレ率で鈍化しなかったのはサービス価格だけと指摘するなど賃金データの重要性を示唆しました。

また、記者から今後の賃金データを確認するタイミングに関連する質問に対し、ラガルド総裁は1月以降に多くの方が新たな労働契約を結ぶことから、その賃金動向が重要と述べています。また、別の質問への回答としてラガルド総裁は1~3月期の賃金交渉の結果は4月末にはある程度判明することを示唆しました。

ECB政策理事会の日程(記者会見の日)を見ると、3月7日、4月11日、6月6日となっています。市場の大半が織り込むECBによる4月の利下げ開始は賃金データがそれまでに間に合うか次第と思われる。そうであれば、市場が前のめりな利下げ観測をしていると決めつけられないように思われます。

なお、ラガルド総裁はご自身が世界経済フォーラムの年次総会(ダボス会議)開催中におけるインタビューで、今夏めどの利下げ転換は「可能性は高いと思うが慎重であるべきだ」と述べました。今回の記者会見ではこの点について問われ、ラガルド総裁は見解が変わっていないと述べる一方で、(利下げの)時期についてそれほど明確にしていないうと説明しています。(賃金のように)予測が難しいデータ次第で政策を決める方針であるのならば、当局者は安易に利下げの時期を語るべきではないのかもしれませんが。

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様が投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について (2023年12月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.6%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会